

2020年4月27日 全5頁

# 買収防衛策導入の機会となる新型コロナ禍

## 短期的な防衛策については肯定的判断を得やすくなる可能性

政策調査部 主任研究員 鈴木裕

### [要約]

- 上場企業が導入している買収防衛策に対して議決権行使助言業者は、従来、極めて厳しい判断を示してきたが、新型コロナウイルスの影響が企業経営にも広がる中で、一時的に緩和する方針を示している。
- 新株の第三者割当は、買収防衛策となり得るものであるが、日米の証券取引所は、一定の歯止めを設けて、不適切な利用を抑制してきた。新型コロナウイルスの影響が広がる中で、ニューヨーク証券取引所は、一時的に従来の厳しい規制を緩和することとした。

### 新型コロナ禍による株価下落と買収防衛策

新型コロナウイルス感染症は、サプライチェーンの寸断を起こし事業継続を難しくするだけでなく、顧客の行動や心理を変化させ購買意欲を減退させるなど、企業経営に大きな影響を及ぼしている。感染拡大に伴って、株価の乱高下が目立つようになったが、企業業績の先行きに不安感が生じていることも大いに影響しているだろう。株価が低い状況が続けば、株式を割安に購入できる可能性が高まり、企業買収を考える投資家にとっては好ましい状況だ。

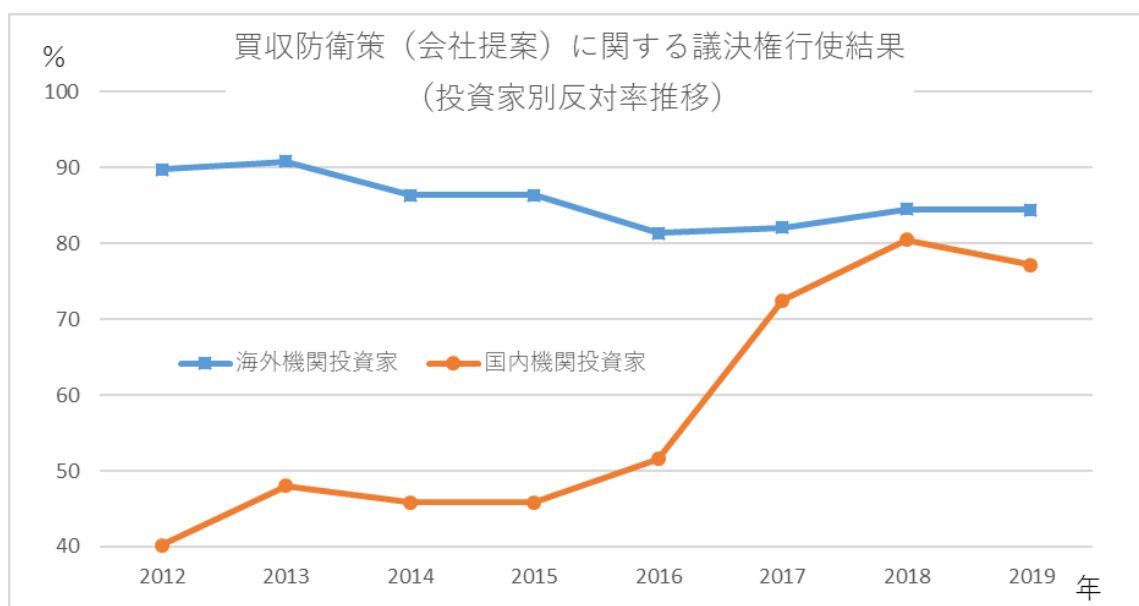
わが国でもアクティビストファンドの活動は活発で、最近でも、大規模な自社株買いによる株主還元の拡大を求めたり、買収防衛策導入の阻止を目的とした株主提案を提出したりと、経営陣に対して敵対的と見える行動があった。もちろん、経営者にとって敵対的であるからといって、直ちに一般株主にとっても排除すべき行動であるわけではない。アクティビストファンドが企業価値を増大させる経営プランを提示することも当然あり得る。アクティビストファンドの行動を強く制限することになる買収防衛策導入にアクティビストではない機関投資家が反対しているのは、そうした期待があるからだ。

しかし、現在の経営陣にとっては、経営の安定性を損なう恐れのあるアクティビストファンドの介入を排除するための仕組みの導入に積極的になるのも無理はない。そこで買収提案があった場合には、その提案内容を精査する期間を確保し、不適切な提案であればこれを排除することを可能にする買収防衛策を株主総会に付議して、株主の承認を得ておくことが考えられる。

買収防衛策の導入や更新に関する議案は、会社法上決議を必要とする議案ではなく、その可決要件が法定されているわけではない。株式の有利発行に準じて特別決議を要するとする見解もあれば、普通決議で十分であるとの見解もあるし、そもそも総会決議は不要であるとする見解もあるところだ。実務的に株主の意思を確認する目的で、普通決議として扱っているにすぎない。普通決議は、行使された議決権の過半の賛成で可決になる。株主総会に付議された買収防衛策導入議案は、ほとんどが過半数の賛成を得て可決しているのが実際だ。

過半数の賛成を得ているとはいえ、反対が多く出る議案であることは確かだ。2019年3月決算のTOPIX500構成銘柄では、買収防衛策を導入し、同年に有効期限を迎えた企業43社のうち継続したのは11社（株主総会に継続議案を上程したのは9社、取締役会決議で継続したのは2社）であった<sup>1</sup>。買収防衛策議案は、すべて可決されているが、賛成率は軒並み低い。前田建設工業(株)の53.7%や住友不動産(株)の55.2%などは薄氷を踏む思いではなかっただろうか。買収防衛策は、最も高くても75%程度の賛成率にとどまっている。株主が嫌う議案であることは明白だ。

図表：買収防衛策議案への反対率



(注)・各年の6月に開催された株主総会で、ICJの電子行使プラットフォームを経由した議決権行使を対象。  
・電子行使プラットフォーム参加発行会社は1,018社。(2019年9月26日時点)  
・「反対率」の計算は各議案別に(反対+棄権)÷(賛成+反対+棄権)を行い、その平均値を集計。  
(出所) ICJ資料より大和総研作成

株主の中でも国内外の機関投資家は、買収防衛策の導入や継続にかかわる議案に強い警戒感を持っている。図表は、国内外の機関投資家が買収防衛策関連議案にどれほどの割合で反対票を投じてきたかの経年変化を示したものだ。これを見れば明らかな通り、2017年を境にして国

<sup>1</sup> 吉川英徳「2019年6月株主総会シーズンの総括と示唆」(2019年8月21日、大和総研コンサルティングレポート) [https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20190821\\_020969.html](https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20190821_020969.html)

内機関投資家が買収防衛策に厳しい判断を下すようになってきている。2017年には、日本版スチュワードシップ・コードの最初の改訂があり、投資先企業の株主総会議案の全てについて個別に賛成・反対を公表することが求められた。それまでの開示は集計結果の開示であり、合計何件の買収防衛策議案にどれほどの割合で賛成したかがわかる程度にとどまっていたが、2017年以降、買収防衛策議案に賛成したか反対したかまで、開示することになった。

このように、機関投資家から反対票が多く出ることを見越して、上場企業による買収防衛策の導入にブレーキがかかっている。かつては600社近くの企業がそれを導入していたが、2019年6月末時点で331社にまで減少している（脚注1レポート参照）。新規導入はもちろん、継続を求める議案さえ付議しにくくなっている。可決はしても、多くの反対票が投じられることは、経営陣への不信を表すとも考えられるからだ。

しかし、新型コロナウイルスの影響で株価が下落し、買収リスクが高まっている今、買収防衛策導入を容易にすることになりそうな動きが表れている。

## 議決権行使助言業者の助言方針見直し

議決権行使助言業者は、株式投資を行う年金基金・大学寄付基金などのアセット・オーナーや、アセット・オーナーから基金の資産運用を委託されている運用機関、投資信託、保険会社などの機関投資家を顧客として、投資先企業の株主総会議案に対する議決権行使について賛成投票・反対投票の推奨を行っている。日本企業の株主総会議案についても賛否推奨を行っている。

日本株運用を行う海外機関投資家の多くは、議決権行使助言業の最大手であるISS (Institutional Shareholder Services Inc.) か、もう一つの手業者であるグラス・ルイス (Glass, Lewis & Co., LLC) のどちらかから賛否推奨レポートを購入しているようである。近年では海外機関投資家だけでなく、利益相反の管理を理由に国内の機関投資家による利用も広がっている。

買収防衛策の導入や継続議案に関して、議決権行使助言業者が賛成投票を推奨することは、従来ほとんどない。助言方針には、買収防衛策の設計によっては賛成する余地があるように記されているのだが、実際はほぼ全てで反対投票を推奨している。買収防衛策導入の必要性や、防衛手段の相当性、防衛策発動手続き等について厳しい基準を設けており、賛成投票推奨はまず出ない。買収防衛策を株主総会議案とせず、取締役会決定で導入した場合には、取締役選任議案で反対投票を推奨されることもあり得る。

新型コロナウイルスの影響で株価が下落している中で、ISS<sup>2</sup>とグラス・ルイス<sup>3</sup>の双方が、買

<sup>2</sup> ISS “IMPACTS OF THE COVID-19 PANDEMIC” ISS POLICY GUIDANCE (April 8, 2020)  
<https://www.issgovernance.com/file/policy/active/americas/ISS-Policy-Guidance-for-Impacts-of-the-Coronavirus-Pandemic.pdf>

<sup>3</sup> “Poison Pills and Coronavirus: Understanding Glass Lewis’ Contextual Policy Approach” (April 8, 2020) <https://www.glasslewis.com/poison-pills-and-coronavirus-understanding-glass-lewis-contextual-policy-approach/>

収防衛策関連の判断基準に関して新たな指針を公表している。米国における買収防衛策を念頭に置いたもので、両社の新方針はほぼ同様であり、株主総会の承認を経ない買収防衛策について、最低限、存続期間が1年以内であることと、十分な説明を行うことを求めている。大筋では従来と同様なのだが、株価下落による買収リスクの高まりの中では、賛成できる場合が有り得ると強調されているところに注目すべきであろう。また、こうした措置は緊急時の一時的な対応であり、原則的には買収防衛策に対して肯定的な判断はしないことも明確にされている。

なお、ISSもグラス・ルイスも日本の市場向けの判断基準を設けていることから、今回の新指針が日本企業の導入する買収防衛策議案の賛否推奨にどのような影響を及ぼすかは、今のところ明らかとは言い難い。新指針を日本向けにカスタマイズする形で、判断基準を緩めることは期待できるかもしれない。

### 第三者割当新株発行に関する NYSE の新方針

上場会社は、有利発行に該当しない限り、取締役会決議のみで新株発行等を行い、これを特定の第三者に割り当てるのが可能だ。第三者割当による新株発行等は上場会社の一つの有益な資金調達手法であるが、取締役会の判断で既存株主の持ち分を希薄化させることや、取締役会に友好的な者に株式を割り当てることを可能にするものでもある。割当先の選び方によっては、買収防衛策として第三者割当を利用することもできる。そのため東京証券取引所は、有価証券上場規程（第432条）において、発行済み株式の25%以上の第三者割当又は支配株主の異動のある第三者割当については、原則として、経営者から一定程度独立した者による客観的な意見の入手、または株主総会の決議などによる株主の意思確認を求めている。

第三者割当は、資金調達の手段として現在でも広く利用されているが、機関投資家団体の中には批判的な声もある。エイシアン・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション（ACGA）は、2008年の「日本のコーポレート・ガバナンス白書」<sup>4</sup>で「近年、一部の日本企業において、第三者割当てを合法的資金調達手段としてではなく、歓迎しない企業買収提案を阻止する株主名簿を操作する手段の一つとして利用することが明らかに増えている。」と指摘しており、株式発行による資金調達は、原則として株主割当によるべきであると主張している。

ニューヨーク証券取引所は、東京証券取引所よりも強力な規制を設けており、発行済株式総数の20%以上の新株発行（引受先に5%以上取得するものがない場合を除く）等、一定の場合には株主総会の承認を必要としている。しかし、新型コロナウイルスの感染拡大によって経営を維持するための資金調達の必要性が高まっており、2020年6月末まで一時的に規制の適用停止を決めている<sup>5</sup>。これにより、新株の5%以上を引き受ける投資家がいる場合でも、総会の承認は不要となる。経営への支配力が変わる可能性はあるものの、資金調達を優先するというこ

<sup>4</sup> ACGA 「日本のコーポレート・ガバナンス白書」（2008年5月） <https://www.acga-asia.org/advocacy-list.php?cid=2&country=11>

<sup>5</sup> SEC “Release No. 34-88572; File No. SR-NYSE-2020-30” (April 6, 2020) <https://www.sec.gov/rules/sro/nyse/2020/34-88572.pdf>

とであろう。

## 機関投資家は？

買収防衛策に対しては、議決権行使助言業者だけでなく、機関投資家も厳しい判断をしてきた。買収防衛策を持っていることによって、その企業の株価が適正に評価されていないならば、株主である機関投資家の利益が損なわれることになるからだ。上場企業側でも、こうした機関投資家の反発を見越して買収防衛策の廃止を進めてきた。

しかし、上述した通り、新型コロナウイルスが企業経営に大きな影響を及ぼすようになり、買収防衛策や第三者割当増資に対する評価にも変化が表れている。議決権行使助言業者や証券取引所が、従来の厳しい姿勢を一時的にせよ緩和している。こうした動向を買収防衛策導入等の機会になると考える上場企業が現れても不思議ではない。

注意すべきは、議決権行使助言業者や証券取引所は、機関投資家とは異なり株式を持っていないということだ。株式を持っていないため、上場企業による買収防衛策の導入によって、その企業の株価が下落することになっても、直接的な損失を被るわけではない。一方、機関投資家の場合、投資先企業が買収防衛策を導入・更新したり、支配権の変更を伴う第三者割当による資金調達を行ったりすれば、年金基金や投資信託購入者など顧客の利益を損なう恐れがある。機関投資家が投資先企業の買収防衛策導入等を積極的に支持するかは、不透明というべきだ。